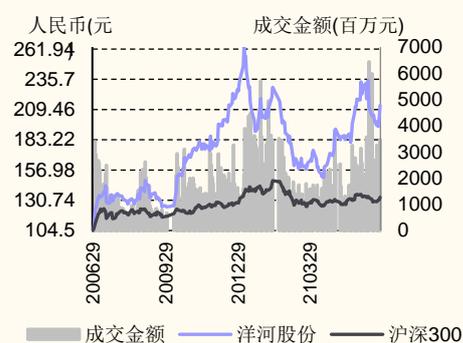


市场价格 (人民币): 213.12 元

市场数据 (人民币)

总股本(亿股)	15.07
已上市流通 A 股(亿股)	12.48
总市值(亿元)	3211.69
年内股价最高最低(元)	263.70/104.50
沪深 300 指数	5240
深证成指	15004



相关报告

- 1.《渠道库存及价盘良性，新品迭代持续向好-洋河股份跟踪点评》，2021.5.24
- 2.《21Q1 业绩超预期，多维度改革持续加速-洋河股份年报及一季报...》，2021.4.29
- 3.《4Q20 处产品迭代换挡期，展望中长期改革加速-4Q20 处产品...》，2021.2.28
- 4.《洋河成长空间及增长引擎之深度解析-洋河股份深度报告》，2021.2.17
- 5.《苏酒龙头改革加速，有望迎来戴维斯双击-洋河股份三季报点评》，2020.10.22

刘宸倩 分析师 SAC 执业编号: S1130519110005
liuchengqian@gjzq.com.cn

Q2 动销反馈积极，苏酒龙头改革持续加速

公司基本情况 (人民币)

项目	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业总收入(百万元)	23,126	21,101	24,490	29,868	35,539
营业总收入增长率	-4.28%	-8.76%	16.06%	21.96%	18.98%
归母净利润(百万元)	7,383	7,482	8,308	10,640	13,100
归母净利润增长率	-9.02%	1.35%	11.0%	28.1%	23.1%
摊薄每股收益(元)	4.90	4.97	5.51	7.06	8.69
每股经营性现金流净额	4.50	2.63	5.68	6.75	8.17
ROE(归属母公司)(摊薄)	20.22%	19.44%	19.54%	22.48%	24.37%
P/E	22.56	47.53	38.66	30.19	24.52
P/B	4.56	9.24	7.55	6.79	5.98

来源: 公司年报、国金证券研究所

经营分析

- **Q2 动销向好，产品结构加速升级。**近期渠道反馈，经销商信心恢复，整体动销明显改善。分产品看：**1) M6+**超预期放量，批价 620+，库存处于历史低位。**2) 水晶梦**需求稳步恢复，五一婚宴等补偿性消费爆发，库存 1-2 个月，批价 420。我们预计，当前水晶梦已对老梦 3 实现 8-9 成替代，中秋有望实现全部替代。**3) 天之蓝** 5 月 1 日起限制开票，省内批价挺至 270-280，有望在 Q3 开启新一轮换代升级。**4) 海之蓝**批价 120 左右，预计明年可实现换代。我们认为，公司短中长期成长路径清晰，产品结构上行提速，明后年海天改革落地有望持续释放红利。
- **管理层分工调整不改基本面向上态势，内部机制持续优化。**近期，公司管理层分工调整：张联东董事长主持股份公司全面工作，分管集团贸易全面工作，主持双沟酒业、双沟酒业销售公司全面工作；刘化霜总协助钟雨做好股份公司经理层工作，分管产品中心和国际化战略工作，负责集团贸易党委工作。我们认为，刘总在洋河及苏酒集团的职位不变，仍将持续为公司发展做贡献。当前，公司基本面向好的趋势已经确立，前期薪水调整已落地，后续将继续推进股权激励、营销绩效考核改革，有望全方位调动基层、中高层员工的积极性。
- **中长期加固产品、渠道护城河，双沟、贵酒有望贡献新增长点。**中长期，公司战略仍将夯实产品、渠道基础：**1) 当前经销商利润空间依旧不高，市场秩序具备改善空间。**未来洋河将持续控库存、提价格，加快清理违规经销商和相关人员。**2) 公司将进一步提高优酒率，积极拓展有资源的团购大商，为发力高端市场打牢根基。**此外，除蓝色经典外的双沟、贵酒均是未来潜在的增长极：**1) 双沟 20 年从品牌事业部升级为销售公司，正式开始独立运作，全国化加速深化可期。****2) 贵酒从 16 年开始布局，未来存在独立运作的可能，有望乘“酱酒热”之风带来新发展动力。**

盈利调整

- 考虑梦 6+超预期放量和水晶梦的恢复进度，我们对上次预测的 21-23 年归母净利润分别调整 +2%/+5%/+5%，预计 21-23 年营业收入同比 +16%/22%/19%，归母净利润同比 +11%/28%/23% (21 年扣非净利同比 +23%)，对应 21-22 年 EPS 分别为 5.5/7.1/8.7 元，PE 分别为 39/30/25X，维持“买入”评级。

风险提示

- 宏观经济风险，区域市场竞争加剧风险，食品安全问题。

附录：三张报表预测摘要

损益表 (人民币百万元)							资产负债表 (人民币百万元)						
	2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E		2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E
主营业务收入	24,160	23,126	21,101	24,490	29,868	35,539	货币资金	3,615	4,300	7,243	10,172	13,776	18,827
增长率	-4.3%	-8.8%	16.1%	22.0%	19.0%		应收款项	296	713	648	808	986	1,173
主营业务成本	-6,353	-6,626	-5,852	-6,138	-6,813	-7,485	存货	13,892	14,433	14,853	15,136	16,612	18,046
%销售收入	26.3%	28.7%	27.7%	25.1%	22.8%	21.1%	其他流动资产	18,071	18,360	14,494	14,993	15,386	15,699
毛利	17,807	16,500	15,249	18,351	23,056	28,054	流动资产	35,875	37,806	37,238	41,109	46,760	53,746
%销售收入	73.7%	71.3%	72.3%	74.9%	77.2%	78.9%	%总资产	72.4%	70.7%	69.1%	69.2%	70.6%	72.2%
营业税金及附加	-3,770	-3,201	-3,416	-3,869	-4,630	-5,437	长期投资	2,723	5,076	6,396	7,903	8,908	9,912
%销售收入	15.6%	13.8%	16.2%	15.8%	15.5%	15.3%	固定资产	7,988	7,520	7,106	7,183	7,305	7,387
销售费用	-2,561	-2,692	-2,604	-2,939	-3,524	-4,158	%总资产	16.1%	14.1%	13.2%	12.1%	11.0%	9.9%
%销售收入	10.6%	11.6%	12.3%	12.0%	11.8%	11.7%	无形资产	2,059	2,023	1,990	1,978	1,951	1,921
管理费用	-1,704	-1,856	-1,729	-1,984	-2,404	-2,850	非流动资产	13,689	15,649	16,628	18,294	19,504	20,669
%销售收入	7.1%	8.0%	8.2%	8.1%	8.1%	8.0%	%总资产	27.6%	29.3%	30.9%	30.8%	29.4%	27.8%
研发费用	-28	-160	-260	-196	-209	-213	资产总计	49,564	53,455	53,866	59,403	66,264	74,415
%销售收入	0.1%	0.7%	1.2%	0.8%	0.7%	0.6%	短期借款	0	0	0	0	0	0
息税前利润 (EBIT)	9,743	8,590	7,241	9,363	12,288	15,395	应付款项	7,719	7,852	2,709	3,563	4,065	4,582
%销售收入	40.3%	37.1%	34.3%	38.2%	41.1%	43.3%	其他流动负债	7,910	8,685	11,949	12,552	14,078	15,261
财务费用	65	78	87	131	180	245	流动负债	15,628	16,537	14,657	16,115	18,142	19,843
%销售收入	-0.3%	-0.3%	-0.4%	-0.5%	-0.6%	-0.7%	长期贷款	0	0	0	0	0	0
资产减值损失	-1	2	6	4	2	1	其他长期负债	311	427	739	783	803	833
公允价值变动收益	0	159	1,268	160	180	200	负债	15,939	16,963	15,397	16,898	18,946	20,676
投资收益	918	851	1,207	1,200	1,280	1,330	普通股股东权益	33,645	36,509	38,485	42,518	47,330	53,748
%税前利润	8.5%	8.7%	12.2%	10.9%	9.1%	7.7%	其中：股本	1,507	1,507	1,507	1,507	1,507	1,507
营业利润	10,814	9,762	9,895	10,958	14,035	17,280	未分配利润	30,784	33,510	36,490	39,523	44,135	50,454
营业利润率	44.8%	42.2%	46.9%	44.7%	47.0%	48.6%	少数股东权益	-20	-17	-15	-13	-11	-9
营业外收支	26	9	-16	12	14	16	负债股东权益合计	49,564	53,455	53,866	59,403	66,264	74,415
税前利润	10,839	9,771	9,879	10,970	14,049	17,296	比率分析						
利润率	44.9%	42.2%	46.8%	44.8%	47.0%	48.7%		2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E
所得税	-2,724	-2,385	-2,394	-2,660	-3,407	-4,194	每股指标						
所得税率	25.1%	24.4%	24.2%	24.3%	24.3%	24.3%	每股收益	5.39	4.90	4.97	5.51	7.06	8.69
净利润	8,115	7,386	7,485	8,310	10,642	13,102	每股净资产	22.33	24.23	25.54	28.21	31.41	35.67
少数股东损益	0	3	2	2	2	2	每股经营现金净流	6.01	4.50	2.63	5.68	6.75	8.17
归属于母公司的净利润	8,115	7,383	7,482	8,308	10,640	13,100	每股股利	3.20	3.00	3.00	3.50	4.00	4.50
净利率	33.6%	31.9%	35.5%	33.9%	35.6%	36.9%	回报率						
							净资产收益率	24.12%	20.22%	19.44%	19.54%	22.48%	24.37%
							总资产收益率	16.37%	13.81%	13.89%	13.99%	16.06%	17.60%
							投入资本收益率	21.69%	17.73%	14.09%	16.49%	19.46%	21.48%
							增长率						
							主营业务收入增长率	21.30%	-4.28%	-8.76%	16.06%	21.96%	18.98%
							EBIT增长率	19.33%	-11.83%	-15.71%	29.32%	31.23%	25.28%
							净利润增长率	22.45%	-9.02%	1.35%	11.03%	28.07%	23.12%
							总资产增长率	14.58%	7.85%	0.77%	10.28%	11.55%	12.30%
							资产管理能力						
							应收账款周转天数	0.1	0.2	0.2	0.2	0.3	0.3
							存货周转天数	768.5	780.1	913.3	900.0	890.0	880.0
							应付账款周转天数	68.2	71.4	77.4	78.0	79.0	80.0
							固定资产周转天数	118.3	114.5	119.1	99.3	79.2	63.3
							偿债能力						
							净负债/股东权益	-10.75%	-61.05%	-56.01%	-58.66%	-61.11%	-63.77%
							EBIT利息保障倍数	-149.6	-109.5	-83.0	-71.7	-68.4	-63.0
							资产负债率	32.16%	31.73%	28.58%	28.45%	28.59%	27.78%

来源：公司年报、国金证券研究所

投资评级的说明：

- 买入：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 15%以上；
- 增持：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 5%—15%；
- 中性：预期未来 6—12 个月内变动幅度在 -5%—5%；
- 减持：预期未来 6—12 个月内下跌幅度在 5%以上。

特别声明：

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，任何机构和人均不得以任何方式对本报告的任何部分制作任何形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，对由于该等问题产生的一切责任，国金证券不作出任何担保。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整。

本报告中的信息、意见等均仅供参考，不作为或被视为出售及购买证券或其他投资标的邀请或要约。客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于 C3 级（含 C3 级）的投资者使用；非国金证券 C3 级以上（含 C3 级）的投资者擅自使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

此报告仅限于中国大陆使用。

上海

电话：021-60753903

传真：021-61038200

邮箱：researchsh@gjzq.com.cn

邮编：201204

地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号

紫竹国际大厦 7 楼

北京

电话：010-66216979

传真：010-66216793

邮箱：researchbj@gjzq.com.cn

邮编：100053

地址：中国北京西城区长椿街 3 号 4 层

深圳

电话：0755-83831378

传真：0755-83830558

邮箱：researchsz@gjzq.com.cn

邮编：518000

地址：中国深圳市福田区中心四路 1-1 号

嘉里建设广场 T3-2402